

嘉庫 嘉悦大学学術リポジトリ Kaetsu University Academic Repository

サブプライム危機と金融規制

著者名(日)	森谷 智子
雑誌名	嘉悦大学研究論集
巻	54
号	2
ページ	1-17
発行年	2012-03-20
URL	http://id.nii.ac.jp/1269/00000284/

研究論文

サブプライム危機と金融規制

Subprime Crisis and Financial Deregulation

森 谷 智 子

Tomoko MORIYA

<要 約>

2007年2月にサブプライム問題が表面化し、その後、2009年にかけて金融危機が生じたのは記憶に新しい。サブプライム危機が発端となり、証券化商品市場に対する様々な問題が指摘されることになった。このようなことを受け、今回の金融危機の原因究明が早急に求められている。これまで、投資するうえで安全性が高いと評価されてきた証券化商品の信用力が問われると同時に、証券化商品の発行額が低迷している。今回の金融危機は、証券化という金融技術が招いたと一般的に批判されているが、格付機関による格付けの甘さ、さらには大手金融機関（投資銀行）のお金の流れに対する問題をも指摘されるようになっている。こういった根本的な問題を解決するために、2010年7月、米国においてドッド＝フランク法が施行された。このドッド＝フランク法は、1930年代の脆弱な金融制度を抜本的に変革するものとして期待されている。この法律に基づき、現在、金融機能全体の見直しが進められている。そこで、本稿では、今後、証券化商品市場を再活性化させていくためには、どのような施策が必要であるのかについて検討している。

<キーワード>

証券化、サブプライム問題、金融危機、ドッド＝フランク法、ボルカー・ルール、自己勘定取引、格付機関、利益相反

I はじめに

2007年2月にサブプライム問題が表面化し、その後、2009年にかけて金融危機が生じることになったのは記憶に新しい。この問題が明らかになったことにより、当初から、金融論の観点からは信用収縮の問題、証券市場論の観点からは格付機関による格付けの正当性の問

題、経営財務の観点からは欧米の大手金融機関における傘下会社である資産運用会社やヘッジファンドによる資金運用に関する問題があげられてきた。このように、様々な問題が指摘されているなか、今回の金融危機の原因究明が早急に求められている。

サブプライム危機により、欧米の金融機関（銀行）の財務状況に大きな影響を与えることになった¹⁾。さらに、現在、リスク管理を徹底化していたのか、否かにより、大手金融機関（投資銀行）同士の財務内容に大きな差が生じている。これまで、米国の金融機関において破綻そして生き残りのための M&A（合併・買収）が繰り返されてきた²⁾。たとえば、2008 年 3 月、JP モルガン・チェースによるベアー・スタンズの買収、同年 9 月、バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの買収、さらには、リーマン・ブラザーズは再編されることもなく破綻に追い込まれることになった³⁾。現在では、大手金融機関内部の事業再編に取り組んでいる展開も見られるようになっている。たとえば、2011 年 9 月、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチは、3 万人の人員を削減することを発表した⁴⁾。このことは、同行がモーゲージ投資を積極的に実施していたため、大きな損失を抱えることになったのが要因となっている。

現在、証券化商品の発行額が低迷している。その理由として、サブプライム危機により、安全性が高いと言われていた証券化商品への投資に対する信用力が問われていることがあげられる。今回の金融危機を招いた要因として、証券化という金融技術が一般的に批判されているが、格付機関による格付けの甘さも取りあげられている。こういった格付けに対する問題などを解決するために、2010 年、米国においてドッド＝フランク法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010）が制定された。この法律のもとで、格付機関に対するさまざまな規制の見直しが実施されている。特に、格付機関と発行体の間における利益相反という問題が明らかになり、その発端となった格付機関への格付手数料の支払いモデルについて緊急に解決するよう求められている。

本稿では、今後、証券化商品市場を再活性化させていくためには、どのような施策が必要であるのかについて検討する。そこで、第 1 章では、そもそも、サブプライム危機が、なぜ、生じたのか、その要因について概観する。次に、第 2 章では、なぜ、大手金融機関は、後に不良債権となるようなサブプライムローンを組み込んだ証券化商品を積極的に組成することができたのか、そこには、大手金融機関のお金の流れが一因になっていることについて論じる。続いて、第 3 章では、ドッド＝フランク法が、大手金融機関の行動に、そして脆弱な金融制度にどのような影響力を与えるのか、について考察する。そのうえで、第 4 章では、今後の証券化商品市場の再活性化するための条件について検討する。

II サブプライム危機が生じることになった発端とは何か

サブプライム危機による大手金融機関の損失や再編が大きく取りあげられ、今後の証券化商品市場の先行きが不透明な状況が続いている。ドッド＝フランク法が設立されたが、未だ、多くの議案が延期され、金融危機から学んだことが活かされていないのが現状である。勿論、米国議会が発表した膨大な書類に SEC が目を通し、規制の整理をするだけでも多くの時間を有するのは当然のことである。そもそも、大手金融機関を中心に損失を被ることになったこと、そしてサブプライム問題が拡大することになった根本的な理由とは何であったのであろうか。その要因として、以下の 5 つが主としてあげられてきた。

第 1 に、金融機関などによる貸出競争の激化である。信用力の低いサブプライム層向けの貸出業者数が急激に増加することになった。このような貸出業者は、1993 年には、50 社程度であったものの、1999 年には、250 社を上回るようになった。その結果、新たな顧客獲得に向け、貸出業者間で貸出競争が激化したものと考えられる。

第 2 に、貸出審査基準の緩和（FICO クレジット・スコア）があげられる。プライム層とサブプライム層を分類するに際し、米国フェアアイザック社が提供しているモデル（FICO）を利用したクレジット・スコアが用いられている⁵⁾。このクレジット・スコアを算定する場合、支払履歴、既存の借入額、借入期間などが利用される。たとえば、プライム層のクレジット・スコアが 720 点以上に対して、サブプライム層は 600 点前後である⁶⁾。これに従い住宅ローン利用者の構成比についてみると、プライム層が 50%、サブプライム層が 20%程度である。また、MBA（Mortgage Bankers Association, 米国住宅ローン協会）は、サブプライム層の 50%は 620 点以上のスコアであると報告している。このクレジット・スコア全体の平均値は 723 点である。サブプライム層への融資額は、プライム層と比較すると小額であるが、LTV（融資比率）は 80%を超えていた。つまり、サブプライム層は住宅を購入する場合、頭金が少ないということもあり、ローンへの依存が非常に高かったと言える。さらに、融資を受けるに際し、従来、プライム層およびサブプライム層は所得額などが詳細に記載されている書類を提出しなければならなかった。しかしながら、サブプライム危機が生じる数年前から、サブプライム層は、簡単に所得が証明できるような書類のみでローンを組むことができるようになっていったのである。以上から、スコアの緩和、そして融資を受ける際の提出書類が簡素化されたことにより、サブプライム層が融資を受けやすい環境が整備されていったものと考えられる。

第 3 に、証券化の活用があげられる。周知の通り、証券化とは、裏付けとなる対象資産が将来生み出すであろうキャッシュ・フローを担保に債券を発行することを意味している。つまり、キャッシュを生み出すものであるならば裏付け資産となり得るのである。さらに、証券化は、貸付債権、リース債権、カードローン債権などの複数の債権を 1 つにプールすることにより、1 銘柄に投資するよりも、リスク分散が働き、デフォルト率を低く抑えることが

できるというプーリング機能を有している。このリスク分散が働くプーリング機能を活用し、信用力が低いサブプライムローンでさえ、ロット数が多ければ多いほど、デフォルト率を低く抑えることができるということにより、証券化商品を組成することができる発端になったのである。つまり、サブプライム危機は、証券化という金融技術が大きな要因になっていると論じられている。

第4に、OTD (Originate-to-distribute, 組成販売型) モデルの活用である。OTD モデルとは、貸付債権の信用リスクを第三者に移転する手法を意味している。住宅金融専門会社は、サブプライムローンを大手金融機関もしくは SIV (Structured Investment Vehicle) に売却し、それらの機関が証券化商品を組成することにより、第三者に貸付債権のリスクを投資家に移転することが可能となる手法である。この OTD モデルにより、大手金融機関は、バランス・シートを膨らませることなく、さらにはリスクそのものを抱える必要性がないということから、積極的に活用することになったのである。

また、2000 年代初期の IT バブルの崩壊による低金利政策もサブプライム問題の発端になった要因として主張するものもある。このように、今回の金融危機を招いた原因としていくつかの事柄が論じられている。しかしながら、これまで筆者は、これらの要因の他に、サブプライム層に積極的に貸出しを実行してきた各州における住宅金融専門会社による貸出内容に関する厳格なチェック機能が果たされてこなかったことがこの問題を拡大したと主張してきた⁷⁾。

Gramlich (2007) によると、このチェック機能とは、連邦監督局 (federal supervisors) が、大手金融機関及び貯蓄金融機関に対して、融資業務の内容、払い戻しに対する資金力、コンプライアンスについて、3 年毎に厳格なチェックを受けることを意味している⁸⁾。大手金融機関及び貯蓄金融機関は、連邦監督局による厳格なチェックを受けることにより、サブプライム層に対して、万一、第三者から略奪的貸付⁹⁾ であると疑われたとしても、貸出内容に対して厳格なチェックを受けているということから、この疑いを払拭することができる、というメリットを享受することができる。

続いて、大手金融機関の傘下会社についてみる。この傘下会社は、直接、連邦監督局による厳格なチェックを受けるようなことは、実際として見受けられない。傘下会社は、親会社である大手金融機関が連邦監督局にチェックされる際に、間接的に簡易チェックを受けるだけである。では、サブプライム層に貸出しを積極的に実行することができた住宅金融専門会社へのチェックは、実際にチェックされていたのであろうか。住宅金融専門会社は、州において業務活動の認可を受けているが、連邦監督局や州からチェックを受けていない住宅ローン専門貸出業者として存在していた。このような緩いチェック機能により、住宅金融専門会社は信用力の低いサブプライム層に安易に貸出しを実行することができたのである。つまり、住宅金融専門会社によって信用度が低い、もしくはローンに対する知識がない者に融資や略奪的貸付と考えられる行動が実施されていたのは明らかなことである。そこで、2005 年に報

告されたサブプライム層への貸出金融機関の構成についてみる。サブプライムローン全体の20%は銀行や貯蓄金融機関が貸し手となっている。全体の30%は銀行の持株会社や金融機関の傘下会社などが貸し手となっており、残りの50%は住宅金融専門会社が占めていたと報告されている¹⁰⁾。このことから、チェック機能を受けない住宅金融専門会社を中心となり、サブプライム層に貸出しを遂行してきた。

しかしながら、Gramlich (2007) の主張およびミネアポリス連邦準備銀行による調査では、チェックに関して相違が見られる。1996年から2006年に実施されたミネアポリス連邦準備銀行による調査では、この10年間で住宅金融専門会社への規制が厳格になってきていたことを明らかにしている¹¹⁾。その詳細についてみると、1996年には、3州のみが厳格な規制を受けていた。他方、39州(規制が設けられていない8州を含む)が緩い規制が設けられていた、という結果が生じている。続いて、2006年の規制状況をみると、規制を受けていない住宅金融専門会社が存在しているのは、アラスカ州のみということが明らかになっている。

以上、概観してきたように、住宅金融専門会社は、連邦監督局や州から厳格なチェックを直接受けることはない、もしくは、各州によって規制のレベルが異なるとしても、信用力が低いサブプライム層を中心に貸出しをすることによってバランス・シートが膨らむと同時に財務内容が悪化することは明らかである。このようなデメリットがあるのにもかかわらず、住宅金融専門会社はサブプライム層を中心に融資業務を続けてきた。なぜ、このような信用度の低い層に対するリスクの高い融資が実行されてきたのかについて次章で検証する。

Ⅲ サブプライム問題を招いたのは誰か

Gramlich (2007) は、住宅金融専門会社に対しチェック機能が働いていなかったことを明らかにした。そのことを受け、サブプライム問題を拡大させたのは、連邦監督局や州が融資内容に関して、住宅金融専門会社へのチェックを怠ったことが原因であると主張している¹²⁾。しかしながら、住宅金融専門会社は、高金利でサブプライム層に融資をし続けることにより、最終的に不良債権になり得るような資産が膨らみ、バランス・シートの悪化を招くことになる。そこで、住宅金融専門会社がなぜサブプライム層に融資を継続的に実行することができたのかを検証する。

CDO のオリジネータは、ほとんどが大手金融機関である¹³⁾。大手金融機関は、高利回りのクレジットカードや自動車ローンを裏付けとした証券化商品に魅了されていた。最終的には、サブプライムローンを含む金融商品を組成するようになっていった。金融当局は、大手金融機関に対し、オフバランス化を可能にするため、保有している貸付債権の証券化を促進させるような行動が見られた¹⁴⁾。つまり、前に述べたように、オフバランス化こそが金融機関による OTD モデルを利用する一因といっても過言ではないであろう。

そもそも、このような CDO はどのような目的で組成されているのであろうか。CDO の主要な目的の型として「バランス・シート型」、「アービトラージ型」の二つに分類されている（表 1 参照）。「バランス・シート型」とは、すでに金融機関のバランス・シート上にある多数の貸付債権を 1 つにプールし、それらを裏付けに債券を発行するものである。従来、金融機関は自己資本比率を向上するために、オフバランス化が実現することができる「バランス・シート型」により証券化を組成していた。一方、CDO のなかでも大きな割合を占めている組成方法が「アービトラージ型」である。「アービトラージ型」とは、一般的にポートフォリオ・マネージャーがセカンダリー・マーケットから複数の貸付債権を購入し、それを 1 つにプールしたうえで債券を発行するものである¹⁵⁾。また、ポートフォリオ・マネージャーは CDO の価値そのものを高めるために、貸付債権などを売り買いすることにより、プールの中身の入れ替えを自由に実施している。サブプライムローンがかかわった CDO のメザニン債の最終投資家はファンド・マネージャーである。ファンド・マネージャーはこれらのメザニン債などの証券化商品をアービトラージ型 CDO に組み込み、高利回りの証券化商品を組成したのではないかと考えられる。

表 1 アービトラージ型とバランス・シート型の概要

アービトラージ型（投資家主導）	バランス・シート型（発行者主導）
<ul style="list-style-type: none"> ・ポートフォリオ・マネージャーが裏付けとなる資産をセカンダリー市場から購入 ・貸付債権の入れ替えが自由にできる ・マネージャーは投資アドバイザーとして行動 ・担保となるのは高利回りの貸付債権 	<ul style="list-style-type: none"> ・オリジネーターはオフバランス化を図るために資産を売却 ・売り手（国内外の銀行）が資産をオリジネートする ・オリジネーターが投資アドバイザーとして行動 ・担保となるのは高格付けの貸付債権

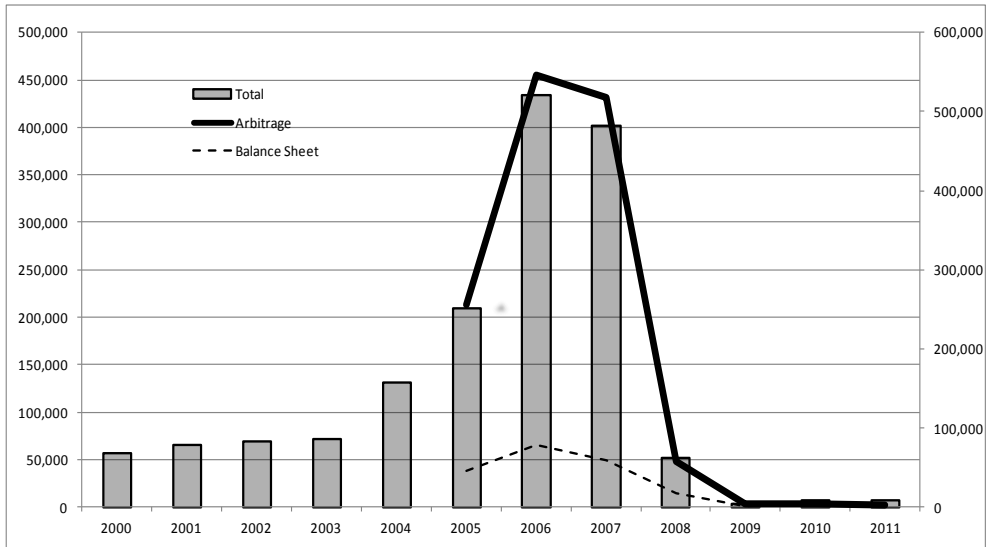
（資料）Citicorp Securities, Inc.

（出所）Frank（2001），p.161 および Moorad（2001），p.479 により筆者作成

そこで、CDO の目的別発行額の状況について見る（図 1 参照）。CDO の発行額は、2007 年 2 月のサブプライム問題が生じるに至るまで拡大し続けていった。CDO の組成目的を見ると、アービトラージ型が大きな割合を占めている。アービトラージ型 CDO の発行額も、CDO 全体の発行額と同様に、漸増の一途を辿っていた。つまり、金融当局が促進しようとしていた金融機関のバランス・シートのスリム化を実現するというよりも、大手金融機関の利益を拡大するために高利回りの金融商品を組成することを念頭に CDO が組成されていたものと考えられる。

このアービトラージ型の裏付けとなる資産は、投機的な格付けが付与されている企業の貸付債権がポートフォリオを構成するうえで大部分を占めていた¹⁶⁾。そこで、CDO の裏付資産の内訳についてみると、サブプライム問題が明らかになるまで、ハイ・イールドローンが組み込まれた CDO の発行額が増大することになった（表 2 参照）。その一方で、2006 年に至る

図 1 CDO 目的別発行額の推移



(注) 単位：百万ドル。右軸が発行総額、左軸がバランス・シート型およびアービトラージ型の発行額を示したものである。

(出所) sifma ホームページ (<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>, 2011 年 9 月 1 日アクセス) により作成。

表 2 CDO の裏付け資産の内訳の推移

	ハイ・イールド 債	割合 (%)	ハイ・イールド ローン	割合 (%)	投資適格債	割合 (%)	債券・債権の 混合型	割合 (%)	その他	割合 (%)	その他 (スワップ)	割合 (%)	ストラクチャー ド・ファイナンス	割合 (%)	合計
2000	11,321	16.65	22,715	33.41	29,892	43.97	2,090	3.07	932	1.37			1,038	1.53	67,988
2001	13,434	17.12	27,368	34.88	31,959	40.74	2,194	2.80	2,705	3.45			794	1.01	78,454
2002	2,401	2.89	30,388	36.58	21,453	25.82	1,915	2.31	9,418	11.34			17,499	21.06	83,074
2003	10,091	11.65	22,584	26.07	11,770	13.59	22	0.02	6,947	8.02	110	0.13	35,106	40.52	86,630
2004	8,019	5.08	32,192	20.40	11,606	7.35	1,095	0.69	14,873	9.42	6,775	4.29	83,262	52.76	157,821
2005	1,413	0.56	69,441	27.64	3,878	1.54	893	0.36	15,811	6.29	2,257	0.90	157,572	62.71	251,265
2006	941	0.18	171,906	33.02	24,865	4.78	20	0.00	14,447	2.77	762	0.15	307,705	59.10	520,645
2007	2,151	0.45	138,827	28.83	78,571	16.31			1,722	0.36	1,147	0.24	259,184	53.82	481,601
2008			27,489	44.42	15,955	25.78							18,442	29.80	61,887
2009			2,033	46.88	1,972	45.48							331	7.64	4,336
2010			1,145	14.90	4,806	62.56							1,731	22.53	7,682

(注) 単位：10 億ドル

(出所) 図 1 と同じ。

まで、投資適格債のような優良な債券によって組成される CDO の発行額は僅かなものであった。現在では、サブプライム危機を迎えるとともに、アービトラージ型 CDO の発行額は急激に低迷している。以上から、大手金融機関が住宅金融専門会社から積極的にサブプライムローンを買取り、CDO を組成する際に、それらのローンを積極的に組み込み、高利回りの金融商品を生み出していったのは間違いではないであろう。

このように高利回りの貸付債権を裏付資産として CDO を組成することができたという背景には、OTD モデルにより、大手金融機関が住宅金融専門会社からサブプライムローンを買取り取ることで、住宅金融専門会社のバランス・シートを膨らますことなく、サブプライム層に融資を継続的に実行することを促す要因になったと理解できる。つまり、大手金融機関による CDO の組成が、住宅金融専門会社がサブプライム層への融資を拡大できるような貸付債権の買取り構造を生み出したといっても過言ではない。

さらに、大手金融機関は発行した CDO を消化するためにヘッジファンドや資産運用会社を傘下に置き、それらの傘下会社に CDO の大部分を保有させていた。その際、CDO の低格付け債や投資不適格債は、ヘッジファンドが大量に引き受けていたのである。つまり、ヘッジファンドおよび資産運用会社の投資資金はリスクが高く、格付けが付与されていないようなエクイティ債の受け皿として位置付けられていたといえる。もちろん、これらに投資したヘッジファンドや資産運用会社のすべてが、大手金融機関の傘下会社とはいえない。大手金融機関がサブプライムローンを買取り、証券化商品を組成し、その証券化商品を傘下会社が引き受けることにより、潜在的风险を大手金融機関から傘下会社に移転することができた。その際、大手金融機関は傘下会社に CDO を引き受けるための資金を融資することで債券を消化してきた。最終的には、傘下会社が破綻することにより、リスクそのものが大手金融機関に戻ってきたというプロセスが成立することになった。

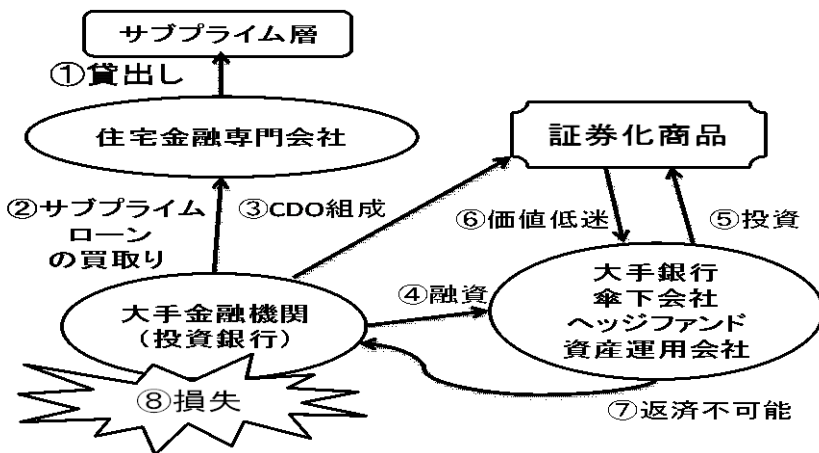
図2は、大手金融機関に最終的に戻ってきたリスクの流れを示している。住宅金融専門会社の貸付債権の売却や大手金融機関による証券化の組成は、リスクを完全に市場に転嫁させたかのような仕組みが構築された。サブプライムローンの延滞率が上昇し始めたことによって CDO の価値そのものが低下し、未成熟なセカンダリー・マーケットでは、CDO を売却できないという状況が続いた。欧米における大手金融機関は、傘下会社に CDO 投資のための資金を融資したが金融危機を受けて、さらに救済のための資金を提供しなくなってきた。したがって、今日のサブプライム問題の発端となった要因は証券化という金融技術の乱用ではなく、大手金融機関を中心とした住宅金融専門会社や傘下会社に対して安易な融資をしていたことであると主張できる。このような仕組みは、大損失を被ったシティグループ、JP モルガン、HSBC などの大手金融機関グループも積極的に実施していた。

大手金融機関が積極的に住宅金融専門会社が組成した証券化商品を購入するとはいえ、なぜ、ここまで住宅金融専門会社はサブプライム層に融資することができたのであろうか。その根底には、金融機関および住宅金融専門会社は、たとえ貸付債権が回収不可能な状態にな

ったとしても、担保に設定される住宅を転売することにより、融資額を上回る資金を回収することができると思込んでいたものと考えられる。それは、2000年から2005年にかけて住宅価格が高騰していたからこそ、大手金融機関グループ全体で遂行できたものと言える。

以上から、大手金融機関は、グループ全体の利益を上げるために、高利回りの CDO を組成し、傘下会社に容易な融資を実施することにより、債券を消化してきたと主張することができる。このような大手金融機関のお金の流れを解決するためには、どのような施策が必要であるのか。さらに、2010年に成立したドッド＝フランク法により、このお金の流れがどのように変化していくのか、について次章で考察する。

図2 大手金融機関に最終的に戻ってきたリスク



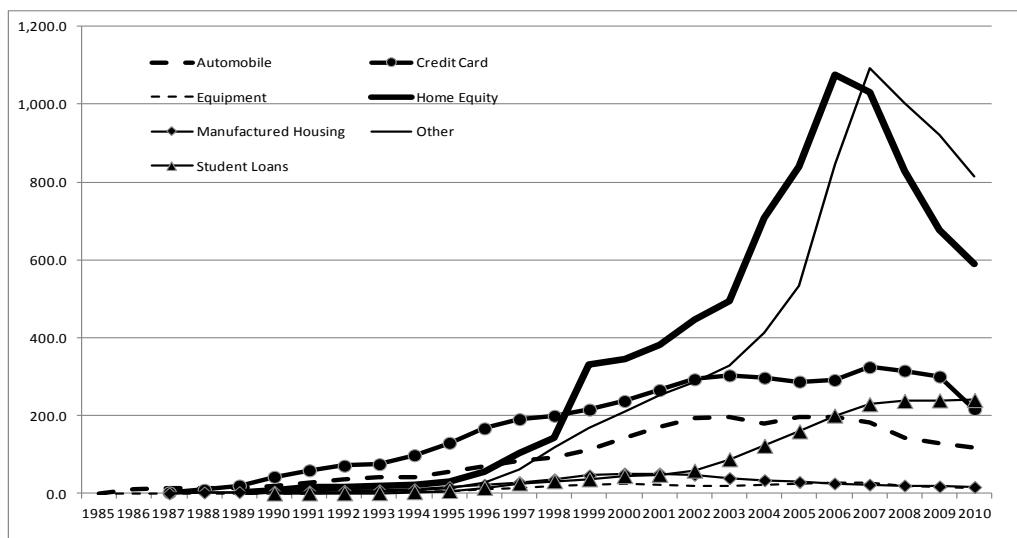
IV ドッド＝フランク法による金融機関への影響

サブプライム問題、金融危機、金融不安により、証券化商品市場の発行額に大きな影響を与えたのは周知の通りである。ここ最近の米国における証券化商品の発行額をみると、金融危機以降、低迷し続けている（図3参照）。特に、住宅ローン債権を裏付けとした証券化商品の発行額が減少している。また、図3を見る限り変化は見られないが、学費ローンを裏付けとした証券化商品が安定的に発行されている。しかしながら、2011年9月以降、米国国内で、学費ローンの延滞率が上昇していることが大きく報道されている。この延滞率の上昇を考えると、今後の証券化商品市場に大きな影響を与えることになるものと思われる。今後、この影響を最小限に抑えるためにも、大手金融機関の貸出し基準などに対する規制を強化することが期待される。

米国では、これまで、幾度となく金融危機を経験してきたが、サブプライム問題が生じたことにより、今になって1930年代の金融制度上の脆弱さが明らかになったという見解もあ

る¹⁷⁾。おそらく、その時点では、金融市場や金融機能が複雑化するようなことは想定されていなかったであろう。そのため、金融機能が複雑化することで、SECや投資家がリスクを把握することが困難となり、格付機関による外部情報のみに頼らざるを得ない状況を迎えたものと考えられる。こういった問題を払拭させるために、ドッド＝フランク法が施行されることになったのである。そこで、ドッド＝フランク法は、金融市場で、どのような役割を果たすのか、そしてサブプライム危機を招いた大手金融機関のお金の流れを解決するためには、どのような施策が打ち出されているのかについて検討する。

図3 ABSの発行額の推移



(注) 単位：10億ドル。

(出所) 図1と同じ。

1. ドッド＝フランク法の役割とは何か

2010年7月に成立したドッド＝フランク法により、米国国内における金融制度の改革が進められている。ドッド＝フランク法は、金融機関に対してどのような影響を与えるのであろうか。ドッド＝フランク法では、金融市場の根本的な問題を払拭するために多くの事項が規定されている¹⁸⁾。

第1に、システムック・リスクの再発防止の施策についてである。この施策として、システム上重要と見なすことができるノンバンク金融会社に対する基準、規制、そして監督が強化されることになっている。また、ノンバンク金融会社が、今後、危機に陥ったとしても、それらの金融会社を無理に救済せずに、淘汰させることをも念頭においている。無理に救済することは、システムック・リスクを助長させることにつながっていると判断しているのであろう。

第2に、“too-big-to-fail（大きくて潰せない）”という考え方に終止符を打つ提案が盛り込まれた。本来、潰す必要があるのにもかかわらず、金融機関の規模が大きく、その経済に対する影響力は大きいということを理由に、今もなお、存続している金融機関があることを批判するものである¹⁹⁾。このような無理な救済を打ち切ることにより、救済資金が注入されることもなく、納税者を保護することにもつながると考えられている。

第3に、金融規制機関の責任の強化及び権限の拡大をあげている。これは、金融システムの安定化を促進するために掲げられたものである。さらには、筆者は、規制当局による金融機関への監視力を強めることと同時に、責任をより明確化させるものにつながると考えている。

第4に、非規制分野として、特に、デリバティブの取り扱いについての規制を求めている。このデリバティブに関する透明性を高めるために、取引情報の報告、取引所の規制などを強化することに焦点を充てている。さらに、透明性を高める手段として、通常のデリバティブ取引において集中清算機関での清算を義務付ける規制を設けることになっている。

第5に、グラス・スティーガル法における限局型の復元が盛り込まれている。つまり、この復元とは、ドッド＝フランク法（Section 619）で規定されたボルカー・ルールと呼ばれるものである。ボルカー・ルールでは、金融機関に対し、自己勘定取引の禁止、そしてヘッジファンドやプライベート・エクイティへの投資及びスポンサー業務を禁止する規定が設けられることになっている²⁰⁾。

その他、ドッド＝フランク法では、ヘッジファンドに対するディスクロージャーの改正、格付機関と大手金融機関における利益相反の問題、証券化を組成する金融機関に、組成後も裏付けとなる原資産を監視し続けることを要求、ガバナンスの規制強化などが含まれている。ドッド＝フランク法におけるどの事項も、サブプライム問題、金融危機をもたらした原因を解決するためのものであることが理解できる。以上から、ドッド＝フランク法は、金融の安定化を図ること、説明責任と透明性を追求すること、消費者を保護すること、そして投資者保護及び証券規制を改善することを大きな目的として施行されたものである。果たして、SECや投資家が金融市場でリスクを把握できるような環境が整備されるのは、現時点では不透明であるが、1930年代の脆弱な制度が改革される一つの契機になったであろう。

2. 大手金融機関のお金の流れを解決するボルカー・ルール

本節では、サブプライム危機を招いた大手金融機関のお金の流れを解決するためのボルカー・ルールについて概観する。前に述べたが、金融機関に対し、自己勘定取引の禁止、そしてヘッジファンドやプライベート・エクイティへの投資及びスポンサー業務を禁止するボルカー・ルールが設けられることになっている。これらの厳格な規制により、金融機関自体がリスクに対する負担を抑制することができると主張されている。さらに、ボルカー・ルールは、ファンドやプライベート・エクイティから要請される救済支援を回避することができる」と期待されている。たとえば、金融危機が生じた場合、投機的な取引を繰り広げてきた金融

機関ばかりではなく、ファンドやプライベート・エクイティも大損失を被ることになる。そのため、ファンドなどが連邦政府に救済を求めることになる。こういった救済に対する要請の可能性を希薄化することができる効果があると主張されている。

規制当局、研究者、そして GAO のアナリストらは、自己勘定取引は、米国国内の大手金融機関として代表とされる、いくつかの銀行持株会社の間で実施されていた、と指摘している。これらの大手金融機関は、自己勘定取引で生み出された収益全体の 88% を獲得していたことが明らかとされている²¹⁾。このような実態から、大手金融機関が中心となり、この取引において多くの収益を独占していたのは明らかなことである。

金融機関は、積極的に自己勘定取引やヘッジファンド及びプライベート・エクイティへの投資業務を遂行してきたが、これらの取引にはデメリットがある²²⁾。たとえば、自己勘定取引そしてヘッジファンド及びプライベート・エクイティへの投資などは、一端、金融危機に陥ると、ヘッジファンドなどへの貸出しを回収できないということばかりではなく、自行が運用していた金融商品の価値が低迷することにより大損失を生み出すことになるというデメリットがある。他方、金融機関による自己勘定取引は、デメリットを上回るメリットを享受していたと指摘されている。たとえば、金融機関にとって自己勘定取引は、収入源がわずかなものであったとしても、安定的な収益を生み出すことができるものとして位置付けられていたのである。

自己勘定取引は、金融機関の安定的な収入源ということから、市場関係者は、この取引に関する規制が米国の金融機関に何らかのマイナスの影響を及ぼすのではないかとの懸念を抱いている²³⁾。安定的な収入源を失う影響として、収益源の多様化を狙う金融機関の金融商品を開発する能力の低下、外国金融機関との競争力の低迷、そして資産市場における流動性の欠如があげられている。しかしながら、このような影響を実際に被るのかについては不明確である、という意見もある。

以上から、自己勘定取引が禁止されることで、投機的と考えられるものの、これまでのような安定的な収益を見込める手段を失ったのは事実である。しかしながら、今回の金融危機を招いたのは、大手金融機関のお金の流れが起因している。つまり、大手金融機関が傘下会社であるヘッジファンドなどへの投資やスポンサー業務を遂行し、証券化商品に投資をさせたことが発端になっている。

ボルカー・ルールは、現在のところ、2012 年 7 月もしくは同年 10 月までには施行される予定である。このボルカー・ルールが徹底化されることにより、今回のような金融危機を再防止する最初のステップになり得ることが理解できる。さらには、ドッド＝フランク法を通じて、資本注入などの救済手段は閉ざされることになり、システミック・リスクにも終止符を打つことになるであろう。続いて、証券化商品市場を活性化させるための条件について検討する。

V 証券化商品市場を再活性化するための条件

証券化は、これまで金融機関ばかりではなく、企業の財務体質を見直すための施策として活用されてきた。たとえば、資産圧縮、有利子負債の返済のための手段である。こういった機能を有する証券化商品市場を再活性化させるためには、どのような条件が必要なのか。今回の金融危機は、大手金融機関を取り巻く金融環境が発端になっているということは明らかである。そこで、金融危機を再防止させるためには、大手金融機関を取り巻く市場そのものの透明性を高めることが条件となる。つまり、なぜ、後に金融危機をもたらすような金融商品を発行することができたのか、ということから考える必要があるであろう。つまり、大手金融機関が、なぜ、証券化商品を発行することができたのか、ということである。ここで問題となるのが、格付機関と大手金融機関との利益相反である。SEC の調査でも、NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization、認定された格付機関の格付を規制上で利用する公認格付機関) として登録されている大手格付機関 2 社が、利益相反の問題を解決するための対処法が準備されていなかったことが明らかとなっている²⁴⁾。

そもそも、証券化商品を組成することができる大手金融機関は、約 20 行に限定されていた。さらに、証券化商品の格付手数料は、普通社債と比較すると、約 2 倍の報酬を受け取ることができるというほど高額なものであった。複数の格付機関の間では、この高額の報酬を獲得するために、競争が繰り広げられていった。その際、格付機関は、数少ない顧客および高い報酬を獲得するためにも実態の債券のリスクよりも高い格付けを付与していったという指摘もある。また、格付機関は、単に格付けを付与するだけではなく、高格付けを取得するための組成方法を事前に指導するようなコンサルティング業務をも遂行していたという。こういった行動から、格付機関と大手金融機関がともにサブプライム問題を招くような証券化商品を組成していったと考えられる²⁵⁾。

これまで、証券市場での不祥事が発覚されるたびに、格付機関による格付けの問題が指摘されてきた。また、格付機関に対する批判が最も強く見られるようになったのは、2001 年に生じたエンロン事件以降であったと筆者は考えている。この事件以降、新たな法律や規則が見受けられるようになっていった。たとえば、2006 年に成立された格付機関改革法 (Rating Agency Reform Act of 2006) は、格付機関の登録制の導入や監督体制の強化計画を進めるための法律として制定された²⁶⁾。この法律が要求したことを履行するために、格付会社改革法施行規則 (Oversight of Credit Rating Agencies Registered as NRSRO) が施行されることになった。この規則では、格付機関に対する NRSRO としての登録要件、厳格な情報開示、財務報告の提出、利益相反に関する事実開示及び管理が含まれていた。さらに、SEC は利益相反の禁止、不公平行為、不正行為や威圧的行為の禁止などを盛り込んだのである。つまり、SEC は、格付機関改革法に 17g - 1 から 17g - 6 を新設することで、NRSRO としての行動規範の土台を構築したのである²⁷⁾。

また、金融危機が生じた後の2009年2月及び同年11月に、SECはNRSROとしての格付手法の透明性を向上させるために、そして、登録制度を再度強化するために、2007年の規則のいくつかを改正している。このように格付機関に対する規則が設けられているが、これらの法律や規則だけでは、単に行為そのものを禁止するだけで、問題そのものを解決する糸口にはならないと考えられる。そのため、2010年に施行されたドッド＝フランク法は、格付機関がNRSROとして厳格に行動するための規定をSECに導入させることを指示している。そこで、SECは、新しい規則17g-7を採択し、明確な条件となり得る規則を提案しようとしている。たとえば、ドッド＝フランク法の領域を含む代表的な提案事項が以下のように紹介されている²⁸⁾。

- (1) 内部統制に関する年次報告書を提出すること
- (2) NRSROが付与する格付けのパフォーマンス（格付けの変化）を把握するため、最初の格付け及びその後の格付けを公開すること
- (3) 第三者によるABS（Asset Based Securities, 資産担保証券）の裏付け資産に関する適正評価に関する情報を提示すること
- (4) 格付けを決定する際に影響を及ぼすのであろう発行体、引受会社、スポンサー会社において、格付機関に勤務していた人材が、就職機会を得た場合、その人材が携わった格付けに関する遡及調査を実施すること
- (5) セールスやマーケティングに関する利益相反の対処をすること
- (6) 格付けのアナリストを教育するための職業上の基準を新設すること
- (7) 格付けの符号及び定義について一貫性のある活用を要求すること

これらの提案事項は、格付けの透明性を高めると同時に、格付機関と大手金融機関との利益相反という問題を未然に防ぐ施策になっているものと考えられる。さらに、職業上の基準を新設することにより、公認格付機関としての倫理そして道徳の問題にも触れることになるであろう。ドッド＝フランク法では、関係する機関に、多くの規則について2年以内にルールを提出するよう要求している。2012年には、金融機能が改革される重要な年になるであろう。1930年代の脆弱な金融規制が見直されることになり、証券化商品市場の再活性化が期待される。しかしながら、現在、金融業界の環境がさらに激化している。そのため、果たして、ドッド＝フランク法が要求した法案が金融機能の見直しに適応するのか、もしくは、さらなる改革が施されることになるのかは、不透明な状況が続いている。

注

- 1) 本稿では、大手金融機関とは、投資銀行を意味している。金融機関とは、銀行全体を意味している。

- 2) 金融機関の M&A が進展しているものの「世界の主要企業が相次いで企業買収の中止や延期に追い込まれている。信用収縮で金融機関の資金繰りが悪化するなか、企業側も買収に必要な資金を確保しづらくなってきたため（『日本経済新聞（夕刊）』2008年11月6日付け）」と考えられている。
- 3) また、大手保険会社の AIG、11 月にはシティグループが米国政府から支援を受けることになった（『日経経済新聞（朝刊）』2009年1月13日付参照）。さらに、大手金融機関ばかりではなく、地方銀行の破綻や米国の住宅公社が公的資金を受けることになった。シティグループは、公的支援だけでは建て直すことができず、事業を「解体」することによってコアに集中した（『日本経済新聞（朝刊）』2009年1月17日付参照）。
- 4) “USA TODAY”, 2011年9月13日。
- 5) クレジット・スコアは 300 から 850 点の範囲内である。
- 6) Moody's Investors Service (2003), pp.18~19 及び森谷 (2010), p.105 参照。
- 7) 厳格なチェック機能が果たされなかったことに関しては、森谷 (2010), pp.101~103 を参照されたい。
- 8) Gramlich (2007), p.109.
- 9) 略奪的貸付には明確な定義はないものの、Kathleen and Patricia (2007) は、略奪的貸付を以下のように述べている。略奪的貸付とは、借手に対して、将来、深刻な損害をもたらすような融資を意味している。彼らは、略奪的貸付の主な手法として、ABL (Asset-based Lending, 動産担保融資) をあげている。ABL とは、換金性が高い動産を担保に融資する手法である。彼らは貸手である住宅金融専門会社は、毎月返済することができない（余裕がない）ことを知りながら、借手に必要額以上の融資を実行することを略奪的貸付の一例として紹介している。続いて、略奪的貸付の特徴として、多数の借手は、現時点の信用度よりも法外な手数料や利息が課されているということが挙げられている。こういったことから、略奪的貸付は、詐欺（行為）もしくは誤魔化しとも考えられるような融資であったと紹介されている。ここでは、ABL は、略奪的貸付の一つの手法として紹介されているが、本来は、動産を担保とする正規の融資の手法である。ABL については、森谷 (2011a) を参照されたい。
- 10) Gramlich (2007), pp.108~109.
- 11) Pahl (2007), p.5.
- 12) Gramlich (2007), p.109.
- 13) Zandi (2009), p.119.
- 14) Zandi (2009), p.121.
- 15) 1990 年代後半以降、米国における CLO 市場が拡大することになった。その理由として、銀行の不良債権問題が解決したこと、そしてセカンダリー・マーケットが拡大したことがあげられる。セカンダリー・マーケットにおける貸付債権の売買高の推移を見てみると、1990 年には 100 億ドル程度であったが、2005 年には約 1,700 億ドルへと拡大している。米国では、1990 年代初期に、デフォルト率が急激に拡大した。多くの銀行はこれらの不良債権をバランス・シートから削減させるため、それらをセカンダリー・マーケットに積極的に売却した。そのため、セカンダリー・マーケットにおける不良債権の取引量は、1993 年まで優良債権を上回っていた。1995 年、多くの主力金融機関が優良債権と不良債権をセカンダリー・マーケットにおいて効率良く売買することができるようにするために、多くの米国商業銀行によって LSTA (Loan Syndications and Trading Association, Inc) が設立された。LSTA では貸付債権の売買の効率性、流動性を高めるような取り組みを行っている。

- LSTA では、効率性、流動性を高めていくために4つの活動を行っている。第1に標準契約書の作成、第2に市場での行動規範確立、第3に貸付債権の市場価格の公表、第4に市場取引にかかわる紛争につき仲裁機能を発揮することがあげられている。他方、1996年半ばには、欧州のいくつかの主要な金融機関によって LMA (Loan Market Association) が設立された (Thompson (1998), p.84 参照)。取引された貸付債権の残高は、1997年には10億ドルに満たなかったが、1999年には20億ドルを上回る規模に拡大した。LSTA 設立後、優良債権の取引量が急増していることから、LSTA の取り組みによってセカンダリー・マーケットが拡大したと考えられる。
- 16) 1996年から2001年にムーディーズによって格付けされた「アービトラージ型」の詳細を見る。ブールされた貸付債権の6年間にわたる格付けの平均は、投資適格の貸付債権が3.04%、投機的格付けの貸付債権 (Ba 格, B 格, Caa 格, Ca-C 格) が92.49%を占めている。特に、Ba 格、B 格が大部分を占めていた。たとえば、1999年の格付分布表を見ると、B 格の貸付債権が92.40%を占めていた (Moody's Investors Service (2002))。
 - 17) Acharya, Cooley, Richardson, Sylla and Walter (2011), p.51 および Weinroth and Fried (2010), p.38.
 - 18) Acharya, Cooley, Richardson, Sylla and Walter (2011), p.45.
 - 19) 小立・磯部 (2011)、2頁参照。
 - 20) GAO (2011), p.1.
 - 21) GAO (2011), p.13.
 - 22) GAO (2011), p.43.
 - 23) GAO (2011), p.43.
 - 24) SEC (2011), p. 15. 1970年代初めに、格付機関に対して投資家支払いモデル (investor-pay model) から、発行体支払いモデル (issuer-pay model) もしくは subscriber-pay model) に移行した。今日、問題として取りあげられた利益相反という事態を招いたのは、発行体支払いモデルが要因となっているということは、さまざまな研究論文で紹介されている。
 - 25) 大手金融機関と格付機関の利益相反の問題に詳説は、森谷 (2011b) を参照されたい。
 - 26) SEC (2011), pp.2~3.
 - 27) SEC (2011), p.1. 証券取引所法の 17g-1 から 17g-6 には、以下の事柄が規定された (SEC (2011), p.3 参照)。17g-1 (登録要件) 17g-2 (記録と保存) 17g-3 (年次財務報告書) 17g-4 (重要な非公開情報の誤用防止の手続き) 17g-5 (利益相反の管理) 17g-6 (不公正、強制的、不正な実務の防止) が規制されている。
 - 28) SEC (2011), p.2.

参考文献

- [1] 小立敬・磯部昌吾 (2011)、「米国 FSOC によるシステム上重要なノンバンク金融会社の指定基準の規則提案」、『野村資本市場クォーターリー』、2011年、spring.
- [2] 森谷智子 (2010)、「サブプライム住宅ローンと金融機関—なぜ、サブプライム住宅ローンの貸出し残高が拡大したのか—」、『証券経済研究』、第71号。
- [3] 森谷智子 (2011a)、「研究ノート ABL とは何か～ABL を推進するための条件～」、『年報 中小企業・ベンチャービジネスコンソーシアム』、第9号。
- [4] 森谷智子 (2011b)、「証券化と格付機関のあり方」、『証券経済研究』、第74号。

- [5] Acharya, Viral V., Cooley, Thomas, Richardson, Matthew, Sylla, Richard and Walter, Ingo (2011), “The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act : Accomplishments and Limitations”, *Jornal of Applied Corporate Finance*, Vol.23, Num.1, Winter.
- [6] Choudhry, Moorad (2001), “Chapter 28 Collateralized debt obligations”, *The Bond and Money Markets : Strategy, Trading, Analysis*, BUTTERWORTH HEINEMANN.
- [7] Frank J. Fabozzi (2001), “Chapter9 Collateralized Loan Obligations : Markets and Analysis”, *Bank Loans : Secondary Market and Portfolio Management*.
- [8] GAO (2011), “Report to Congressional Committees PROPRIETARY TRADING Regulators Will Need More Comprehensive Information to Fully Monitor Compliance with New Restrictions When Implemented”, July.
- [9] Gramlich E. M (2007), “Booms and Busts, The Case of Subprime Mortgages”, *Economic Review*, Vol.92 Number4, Fourth Quarter.
- [10] Kathleen C.Engel and Patricia A.McCoy (2007), “Turning a Blind Eys : Wall Street Finance of Predatory Lending”, *University of Connecticut School of Law Articles and Working Papers*.
- [11] Moody’s Investors Service (2002), “Collateralized Debt Obligations Indices : November 2001”, *STRUCTURED FINANCE*, Jan.25.
- [12] Moody’s Investors Service (2003), “Loan Securitization : What happened in the Past and What Can be Done Now?”, 4月7日付。
- [13] Pahl, Cynthia (2007), “A Compilation of State Mortgage Broker Laws and Regulations, 1996-2006”, *FRB of Minneapolis community affairs report*, October.
- [14] SEC (2011), “2011 SUMMARY REPORT OF COMMISSION STAFF’S EXAMINATIONS OF EACH NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATION”, September.
- [15] Thompson, Anthony V. (1998), “Chapter 8. Securitization of Commercial and Industrial Loans”, Fabozzi, Frank J., *Bank Loans : SECONDARY MARKET and PORTFOLIO MANAGEMENT*, Frank J Fabozzi Assoc, pp.153~158.
- [16] Weinroth, Lois L. and Fried, Richard L (2010), “Securitization Provisions of the Dodd-Frank Act”, *The Journal of Structured Finance*, fall.
- [17] Zandi, Mark (2009), *Financial Shock*, FT press.

(本論文は、日本証券業協会客員研究員助成の成果の一部である。)

(平成 23 年 10 月 24 日受付、平成 23 年 12 月 7 日再受付)